

Reunião anual da Associação de Economia dos EUA

Representante do BNDES: Gilberto Rodrigues Borça Jr., economista e gerente da Área de Pesquisa e Acompanhamento Econômico do Departamento (APE).

Data: 6 a 9 de janeiro de 2011.

Local: Denver, Colorado, EUA.

Tema: American Economic Association (AEA) Meeting

Descrição das “mesas” e palestrantes

O AEA Meeting envolve, à semelhança do encontro nacional dos centros de pós-graduação no Brasil (Anpec), diversas mesas e painéis simultâneos sobre os mais variados assuntos. Dessa forma, entre os temas considerados mais relevantes, escolheu-se um painel para elaboração desse comunicado, haja vista a restrição de espaço.

O principal painel do evento, no dia 7 de janeiro, intitulava-se *The Dollar, the Euro, the Yuan, and the International Monetary System*, presidido por Dominick Salvatore (Fordham University) e teve como debatedores alguns dos mais reconhecidos professores de economia internacional: Martin Feldstein (Harvard University); Peter Kenen (Princeton University); Ronald McKinnon (Stanford University). Ausentaram-se da mesa de discussão Kenneth Rogoff (Harvard University) e Michael Mussa (Peterson Institute for International Economics), que inicialmente faziam parte da mesa.

Martin Feldstein (Universidade de Harvard)

Martin Feldstein sustenta que os desequilíbrios globais em conta corrente estão, atualmente, em processo natural de correção. No entanto, as políticas econômicas implementadas por seus principais

atores – EUA e China – vêm impedindo que as forças de mercado atuem na “direção correta” de maneira mais efetiva. Antes de chegar a esse ponto, Feldstein fez algumas afirmações sobre como os desequilíbrios globais em conta corrente afetam a economia internacional:

- a. criam pressões para a adoção de políticas protecionistas nos países com déficits em transações correntes;
- b. têm levado à adoção de medidas restritivas (controles seletivos sobre os fluxos de capitais) para a prevenção de movimentos bruscos de apreciação cambial nos países emergentes, acarretando distorção na realização de investimentos e má alocação de capital entre os países;
- c. fomentaram o estouro da bolha imobiliária norte-americana em 2006, na medida em que contribuíram para que as taxas de juros de longo prazo – tanto nos EUA como no restante do mundo – ficassem artificialmente baixas, levando os investidores internacionais a elevarem seu grau de apetite ao risco via excessiva alavancagem na busca de ativos de maior rentabilidade;
- d. políticas que visam conter a apreciação cambial em países com contas correntes superavitárias tendem a elevar os níveis de inflação quando a demanda doméstica está aquecida (esterilização dos influxos de capitais, acúmulo de reservas internacionais e expansão monetária), ao passo que políticas que têm a intenção de conter a depreciação cambial tendem a causar deflação nos países com déficit em conta corrente (queima de reservas e queda da oferta monetária).

Feldstein sustenta também que países com déficit em transações correntes devem elevar seus níveis de poupança interna (elevação da poupança do governo e/ou do setor privado), isto é, devem reduzir seus níveis de absorção doméstica – reduzindo o consumo privado e/ou os investimentos e/ou gastos públicos.

Países com $STC < 0 \rightarrow \Delta S_{gov} > 0$; $\Delta S_{pri} > 0 \rightarrow \Delta S_{int} > 0$, i.e. $\Delta C < 0$ e/ou $\Delta I < 0$ e/ou $\Delta G < 0$

Países com superávit em transações correntes devem reduzir seus níveis de poupança interna (redução da poupança do governo e/ou do setor privado), isto é, devem elevar seus níveis de absorção doméstica – elevando o consumo privado e/ou os investimentos e/ou gastos públicos.

Países com $STC > 0 \rightarrow \Delta S_{gov} < 0$; $\Delta S_{pri} < 0 \rightarrow \Delta S_{int} < 0$, i.e. $\Delta C > 0$ e/ou $\Delta I > 0$ e/ou $\Delta G > 0$

Esse ajustamento deve ocorrer **independentemente das variações na taxa de câmbio real**, já que investimento/poupança são variáveis fundamentais (reais) e, sozinhos, refletem o resultado do saldo em transações correntes de um país. No entanto, as variações na taxa de câmbio real são cruciais para a manutenção do pleno emprego dos fatores de produção (*non-inflationary/deflationary full employment*) durante o processo de ajuste do saldo em conta corrente.

Países com déficit em conta corrente ($STC < 0$) devem elevar a poupança interna (S_i), i.e., cortar gastos domésticos (consumo das famílias e/ou investimentos e/ou gastos públicos). Para que não haja recessão ou elevação do desemprego, a taxa de câmbio real deve se depreciar para que a demanda externa – via elevação das exportações líquidas – substitua, na mesma magnitude, a retração da demanda doméstica.

Países com superávit em conta corrente ($STC > 0$) devem diminuir a poupança nacional (S_i), i.e., elevar gastos domésticos (consumo das famílias e/ou investimento e/ou gastos públicos). Para que não haja superaquecimento e/ou pressões inflacionárias na economia, a taxa de câmbio real deve apreciar-se. A apreciação cambial real aumenta as

importações – reduzindo as pressões inflacionárias pela concorrência dos produtos importados com os nacionais – e, simultaneamente, estimula o consumo doméstico privado, expandindo a demanda interna na mesma magnitude da retração da demanda externa – pela redução das exportações líquidas.

O ajustamento macroeconômico em conta corrente dos EUA – elevação da poupança interna associada à depreciação da taxa de câmbio – vem sendo, em algum grau, impedido pela China, na medida em que há um gerenciamento da taxa de câmbio entre o RMB/US\$ – manutenção do RMB em patamares relativamente depreciados *vis-à-vis* o dólar.

Embora haja gerenciamento da taxa nominal de câmbio por parte dos chineses, a taxa real de câmbio vem se movimentando na “direção correta”. Isso ocorre porque o câmbio real depende não apenas da taxa nominal de câmbio, mas também do diferencial de inflação entre os dois países. Feldstein afirma que nos últimos 12 meses, encerrados em junho de 2010, além da apreciação nominal de 5% do RMB em relação ao dólar, o diferencial de inflação, medido pelo índice de preços ao consumidor, entre China e EUA atingiu cerca de 5%. Assim, a apreciação real atingiu cerca de 9%.

No entanto, as políticas governamentais adotadas nos EUA e na China vêm impedindo que a correção dos desequilíbrios globais em contas correntes ocorra de maneira mais veloz:

- EUA: os grandes déficits fiscais associados à baixa taxa de poupança das famílias (devido aos generosos programas de seguridade social – *social security pensions; health care for aged in Medicare*; benefícios do seguro-desemprego; e estímulo à tomada de novos financiamentos imobiliários).
- China: excesso de poupança interna (45% do PIB) em função dos lucros retidos das empresas estatais e da poupança das famílias

(ausência de um sistema de seguridade social). Ainda assim, os chineses conseguem manter elevado o nível de demanda agregada e de crescimento do emprego urbano mediante a canalização desse excesso de poupança para a realização de investimentos (públicos e privados) e pelo estímulo às exportações mediante o gerenciamento da taxa nominal de câmbio (impedindo sua apreciação em relação ao dólar).

Quanto às proposições e tentativas de políticas para a limitação dos *Global Imbalances*, Feldstein sugere que a correção dos desequilíbrios globais deve ser foco de **negociação internacional e das atividades do FMI**. As discussões bilaterais entre China e EUA têm se concentrado, exclusivamente, na política cambial chinesa – caminho que tem se mostrado infrutífero. Deve, portanto, voltar-se para proposições de políticas nas variáveis fundamentais (reais) da economia, i.e., no binômio investimento-poupança da China.

Ações do FMI

- Discussões sobre os cinco maiores países superavitários em conta corrente.
- Multilateral Surveillance Process – países monitorando uns aos outros no que tange aos desequilíbrios em conta corrente.
- G-20 – limitação do superávit em conta corrente ($STC > 0$) em 4% do PIB (proposta americana rejeitada por China e Alemanha) – qualquer proposição que limite os resultados (sejam esses superavitários ou deficitários em conta corrente) não é objeto efetivo de controle de políticas macro dos países (choques nos preços das *commodities* e flutuações excessivas nas taxas de câmbio não são variáveis sob controle das autoridades, embora tenham profundas implicações para os níveis de investimento/poupança).

Negociações internacionais

- Compromisso do G-20 na realização de esforços para conter os desequilíbrios globais, com o auxílio do FMI.
- Para ele, efetivamente, ainda não há decisão nenhuma tomada.

Em termos prospectivos, Feldstein afirma que o processo de ajustamento continua a ocorrer e deve acelerar-se, em função:

1. da elevação da poupança/redução do consumo das famílias nos EUA:
 - a. baixa renda real (desemprego elevado);
 - b. elevado nível de endividamento (famílias desalavancando e realizando ajustes patrimoniais);
 - c. condições restritas de crédito;
2. da redução mais acentuada do déficit público (visão otimista sobre a evolução da política fiscal norte-americana);
3. da continuidade do processo de ajustamento da taxa real de câmbio (apreciação nominal do RMB e diferencial positivo de inflação entre China e EUA);
4. do New Five Years Plan da China – que visa não apenas elevar o consumo das famílias como proporção do PIB, mas também à distribuição de dividendos das empresas estatais e aos gastos governamentais em saúde, educação e moradia – ações compatíveis com a elevação nos padrões de vida dos chineses.

Ronald McKinnon (Universidade de Stanford)

McKinnon começa sua exposição afirmando que os EUA são um país soberano que tem o direito de seguir sua própria política monetária. Por um acidente da história, desde 1945, são também o centro do

mundo por meio do padrão-dólar – que continua surpreendentemente robusto até os dias atuais. Portanto, a escolha da política monetária pelo Federal Reserve (FED) afeta fortemente seus vizinhos – seja para melhor ou para pior. Começando com o choque implementado por Nixon em 1971, os *policy-makers* americanos têm olhado excessivamente para “dentro” no que diz respeito à execução de sua política monetária. Mas, ignorando seus efeitos sobre os demais países, o FED tornou menos estáveis o mundo e a economia americana.

O exemplo mais recente é a política do FED de fixação das taxas de juros de curto prazo próximo a zero desde meados de 2008 [Zero Interest Rate Policy (ZIRP)], e, em seguida, no final de 2010, pelo Quantitative Easing (QE2), destinado a reduzir também as taxas de juros de longo prazo. No encontro do G-20 em Seul, em novembro de 2010, autoridades estrangeiras reclamaram veementemente de influxos de capital do tipo *hot money* oriundos das políticas expansionistas dos Estados Unidos, os quais geram não apenas apreciação excessiva de suas taxas de câmbio (via operações de *carry trade*), mas também criam pressões inflacionárias (advindas do processo de esterilização/acúmulo de reservas internacionais e expansão da oferta monetária doméstica). Ironicamente, a política de taxas de juros zero do FED também não vem estimulando a concessão de empréstimos bancários nos Estados Unidos em si, causando uma espécie de “empoçamento da liquidez”. Além disso, provoca sério enfraquecimento de outras instituições financeiras americanas, como seguradoras e fundos de pensão.

McKinnon classifica o dólar como moeda “não amada” (*the unloved US\$*), uma vez que ela não consegue agradar nem aos norte-americanos, os quais não conseguem exercer um controle efetivo sobre sua taxa de câmbio, nem ao resto do mundo, na medida em que suas políticas expansionistas geram pressões de apreciação cambial (devido aos fluxos de *hot money*), que são combatidas por políticas

de esterilização/controle de capitais e provocam expansão monetária [mesmo em ambientes de demanda doméstica aquecida (inflação)].

Ele afirma também que, se na década de 1930 as políticas de desvalorização cambial competitiva (“políticas de empobrecimento do vizinho”) foram utilizadas amplamente, no período pós-crise financeira de 2008 elas voltaram à tona, mas adquiriram uma nova versão via redução excessiva das taxas de juros básicas (*policy rate*) dos países centrais. Estas geram operações de *carry trade* para os países emergentes não apenas pelo diferencial de taxas de juros existentes, mas também pela divergência na velocidade de recuperação (*two-speed recovery*) entre países centrais e países emergentes.

McKinnon também ressalta que a política monetária norte-americana (ZIRP + QE2) está voltada exclusivamente para “dentro” (por causa das tendências deflacionárias e do alto nível de desemprego), ignorando suas consequências no resto do mundo e, assim, o papel do dólar no sistema monetário internacional (padrão-dólar). As consequências são:

- Excessiva liquidez internacional (gerando fluxos de *hot money* nos países emergentes) com apreciação cambial e imposição de controles de capitais/tentativas de esterilização e acúmulo de reservas. Todavia, essa combinação de políticas tende a levar os países emergentes a reduzir suas taxas de juros domésticas, uma vez que a esterilização completa é difícil. Como efeito colateral, há a expansão da oferta monetária doméstica, contribuindo para a alta da inflação.
- Alta de preços internacionais das *commodities* – que são precificadas em dólar. Como o rendimento dos ativos financeiros está baixo, o sistema fica mais suscetível a bolhas especulativas, pois há elevação do “grau de apetite ao risco” dos investidores internacionais à procura de ativos de maior rendimento (*search for yield*), assim como aconteceu com a bolha imobiliária nos EUA.

- Continuidade das políticas ZIRP, associada a uma situação de “armadilha da liquidez” tipicamente keynesiana, faz com que qualquer estímulo monetário fornecido pelas autoridades se transforme em excesso de reservas por parte do sistema bancário, mantendo o crédito travado (o crescimento da base monetária foi contrabalançado por uma forte redução do multiplicador monetário).
- Dificuldade para outros importantes intermediários financeiros, como fundos de pensão com benefício definido ou companhias de seguro, cujos ativos são fortemente vinculados aos papéis de longo prazo do governo.

Em termos propositivos, McKinnon sugere:

1. abandonar políticas de ZIRP + QE2, que tendem a pressionar os países emergentes na manutenção de taxas de juros reduzidas mesmo sob pressões inflacionárias (esterilização + acúmulo de reservas + expansão monetária doméstica);
2. elevar as taxas de juros nominais nos principais países centrais (EUA, Inglaterra, Zona do Euro e Japão) de maneira coordenada, buscando sair da armadilha da liquidez (*liquidity trap*);
3. legitimar e auxiliar os países emergentes na imposição de controles de capitais (conforme já realizado na última reunião do G-20).

Peter Kenen (Universidade de Princeton)

Em essência, Kenen afirma que não há mais espaço para que o dólar ocupe sozinho o papel de moeda internacional. Sendo assim, propõe um arranjo monetário internacional em que a compensação das relações comerciais e financeiras passe a ocorrer, gradualmente, em Special Drawing Rights (SDR) ou Direitos Especiais de Saques (DES), moeda

escritural do FMI. Embora essa ideia tenha surgido há cerca de 30 anos, sua proposta almeja, diferentemente, que as transações comerciais e financeiras sejam compensações entre países em DES.

Ressalta que o apoio político para isso é reduzido, em especial nos EUA, mas começa a ganhar espaço no resto do mundo. Kenen cita como exemplo o *speech* do presidente do Banco Central Chinês em 2009, que faz menção à ideia do Plano Keynes elaborado no pós-Segunda Guerra Mundial.

Relevância do seminário para a atuação do BNDES

A Área de Pesquisa e Acompanhamento Econômico (APE) vem, ao longo dos últimos anos, desenvolvendo trabalhos de análise sobre a situação da economia internacional e da realidade socio-econômica brasileira.

Para aprimorar as rotinas de trabalho, atendendo de forma cada vez mais satisfatória às necessidades do BNDES, é fundamental que a equipe de pesquisa econômica esteja atualizada não apenas com os fatos e acontecimentos internacionais e as medidas de política econômica implementadas, mas também com a recente literatura acadêmica especializada. Nesse sentido, o American Economic Association (AEA) Meeting, fórum organizado para debater temas econômicos relacionados à ciência e aplicação de políticas públicas, que reuniu vários acadêmicos de renome das principais universidades norte-americanas, foi uma ótima oportunidade para o aprimoramento e o desenvolvimento profissional dos economistas da APE/BNDES. A absorção de conhecimento tende a ser revertida, em nossas atividades rotineiras, a favor do BNDES a curto, médio e longo prazos.

Além disso, o evento é uma boa oportunidade para o desenvolvimento de canais de comunicação com outras instituições mundo afora,

haja vista a grande participação de profissionais de inúmeras áreas (economia, finanças, ciências sociais etc.) e diversas nacionalidades. A troca de informações e o estabelecimento de redes de contato são vitais para o aperfeiçoamento da atividade profissional de uma equipe de pesquisa econômica, pelo intercâmbio de conhecimentos técnicos específicos e/ou de informações de experiências de outras economias no desenvolvimento e na adoção de políticas públicas. Desse modo, o evento permitiu que os economistas da Área de Pesquisa do BNDES tivessem contato com reflexões que orientam/orientarão decisões econômicas no presente e no futuro próximo.

Coordenadas da página eletrônica do evento. Referência dos *papers* e painéis de discussão do evento: <http://www.aeaweb.org/aea/2011conference/program/meetingpapers.php>